證券詐欺之交易因果關係
—從102年度台上字第1294號判決談起

文／陳學德

上

前言：

證券詐欺（securities fraud），在非面對面交易之現今，如上市櫃公司財務報告有不實時，依證券交易法第 20 條第 1、2 項規定請求損害賠償時，學說及實務均認該條項係屬侵權行為性質，而條文本身，並未明文規定被害人就「被告所為詐欺行為致其受有損害」之要件。如同美國法制般設有「詐欺市場理論」之適用，學者或實務有認係仿自美國證券交易法第 18（a）條規定，應採「eyeball test」原則，有認應採該國第 10（b）條、Rule 10b-5 規定，採取「詐欺市場理論」（fraud on the market theory），多數認為在我國法上應有詐欺市場理論之適用；而近年來，法院亦將上開理論適用於判決，惟遭質疑上開理論，係半效率市場始有適用餘地，我國證券交易市場現狀仍以散客（投機客）為主，應無上開「詐欺市場理論」之適用。本文爬梳美國法上開二原則之來源、適用類型及實務見解，並分析我國學說、實務見解，認從法律經濟分析角度，依現行民事訴訟法第 277 條但書舉證責任規定，即可達到同一效果，在法無明文下，法院殊無引用美國法「詐欺市場理論」之必要。

壹 判決事實

甲公司自 91 年 4 月 30 日所申報公告之 91 年第一季至 93 年度上半年度之財務報告具有下列虛偽不實情事，即：一、隱匿對 A 公司擔保借款、甲以貸款方式取得資金證明意圖隱匿公司資產不足、發行可轉換公司債卻未實際收購款項，及利用可轉換公司債轉換股票套取現金；二、於 93 年度財務報告虛構投資海外基金；三、虛設行號以不實交易虛增營業額；四、透過孫公司併購美國 X 公司之應撥付款項部分流向不明等。而此等虛偽不實情事迄 93 年 9 月 1 日甲公司公布上半年度財務報告提列虧損 41 億元才暴露於外，股價重挫，被上訴人乙之訴訟實施授與權人（投資人等）誤信該等不實財務報告，於 91 年 4 月 30 日至 93 年 8 月 31 日間買進上訴人甲公司股票，因而發生重大損失。然而上訴人甲以美國法上之「eyeball test」眼見原則，主張被上訴人乙應舉證其授權人（投資人等）親見並「信賴」不實財報之事實，此交易因果關係成立，才須負損賠責任；並認為財報不實係由公司負責人等所為，而公司本身亦是受害人，不應受訴追損賠責任。就此高等法院以美國實務上「詐欺市場理論」認定二者間因果關係存在，認為上訴人甲公司應負賠償責任，並以「毛損益法」計算賠償金額，即股票如已賣出則以買入時價格減去賣出時價格，如未賣出則以買入時價格減去請求時價格；最高法院亦支持高院見解，但認為上訴人公告虧損至股票暫停交易期間達 4 個月，且上訴人公司股票恢復交易至投資人先後提起本件訴訟亦各達 2 個月至 5 個月餘，投資人未於市場適當反應該重大訊息期內出脫持股，導致擴大其損害，是否與有過失而應減少損賠金額，應予詳查，而發回更審。但更一審時對於損賠金額之計算方式改認為應採「淨損差額法」為適當，上訴後最高法院認「投資人各買入時之真實價格是否一致無異？」應予釐清而發回更審。

本件係關於流通市場財報不實民事責任之訴訟，而上訴人對於申報公司之財務報告中故意虛偽或隱匿重大訊息，並不爭執。是本案之爭點為：財報不實與投資人等買進系爭股票之交易因果關係（transaction causation）認定，是否有「詐欺市場理論」適用？至其餘損失因果關係（loss causation）是否為獨立之構成要件？投資人損賠金額應如何計算及與有過失之適用否等，則有機會時另為文介紹。

貳 交易因果關係之概念

美國法上交易因果關係（transaction causation），又稱為信賴要件（reliance）、事實因果關係（causation in fact）[1]。我國法院判決內容則稱交易因果關係、信賴、誤信、陷於誤信、陷於錯誤時，均指同一概念。

交易因果關係要求原告必須證明被告之行為使其做了原本不會做出之投資決定，亦即，若非被告之行為，原告不會進行交易[2]。原告於詐欺訴訟中應證明交易因果關係要件之存在，因交易因果關係可以確保被告之詐欺與原告之損害間具有因果之連結[3]。

參 交易因果關係之舉證責任

美國聯邦最高法院認為，依據 rule 10b-5 提起損害賠償之訴，原告必須證明信賴被告之不實陳述或隱匿[4]，亦即舉證責任在原告。不過，若是在集團訴訟（class action）時，會面臨一個關鍵問題，即集團訴訟中之個別成員，是否均須具備相似之信賴程度？法院認為在重大性已被確定存在後，集團訴訟中之所有成員就會被推定具備合理信賴，藉以減輕集團訴訟之舉證責任[5]。鑑於在非面對面交易，舉證證明及舉反證推翻合理信賴之困難，暨大多數集團訴訟均係以公司為對象，而其通常擁有豐富之資源去挑戰自然人原告所提主張之現實，有認為公平之解決方式，係將舉證責任移轉由被告負擔，由被告舉證證明原告並未合理信賴[6]。

在一般民事案件，我國最高法院 100 年度台上字第 415 號判決指出：「民事訴訟如係由原告主張權利者，應先由原告負舉證之責，若原告先不能舉證，以證實自己所主張之事實為真實，被告就其抗辯事實即令不能舉證，或其所舉證據尚有疵累，亦應駁回原告之請求。」若係侵權行為，最高法院 70 年度台上字第 2550 號判決也指出：「以侵權行為為原因，請求回復原狀賠償損害者，應就行為人故意或過失及其權利被侵害之事實負舉證之責。」而證券詐欺本質上是一種侵權行為（詳如後述），依照前揭判決見解，舉證責任係由原告負擔。也有高等法院援用一般民事案件之舉證原則，明確指出在證券交易法案件舉證責任是由原告負擔[7]。

一、美國法

依據美國法，原告須證明其信賴具備正當性及合理性，前者可稱為正當信賴（justifiable reliance），後者可稱為合理信賴（reasonable reliance）。正當信賴係指原告必須證明理性之人會相信被告陳述為真。如果透過最低度之調查就可以發現真相，投資人就不能主張對虛偽陳述具備正當信賴。法院認為正當信賴為必要[8]，因正當信賴要件要求原告必須小心地投資，可使詐欺更容易被發覺，促成證券交易法反詐欺之政策目的[9]。而對於合理信賴部分，為成立合理信賴，原告必須盡到一個理性之人為保護自身利益所會採取之調查義務[10]。大多數法院都認為合理信賴之要件為必要[11]。而法院傾向在面對面交易時，對原告採主觀之合理信賴標準，而在非面對面交易時，只要求原告必須證明不實陳述或隱匿具備重大性（即客觀之標準）[12]。

交易因果關係之要件認定，是事實問題或法律問題，有法院認為事實問題，應交由陪審團處理[13]；有直接認為信賴要件，可做為法律問題來認定[14]。

二、我國法

最高法院 48 年台上字第 481 號判決指出：「損害賠償之債，以有損害之發生及有責任原因之事實，並二者之間，有相當因果關係為成立要件。故原告所主張損害賠償之債，如不合於此項成立要件，即難謂有損害賠償請求權存在」；同院 56 年度台上字第 5 號判決亦指出：「請求損害賠償之人，不僅須證明其受有損害，且須證明所受損害與應負賠償責任之人之行為，其間有相當因果關係，始得請求賠償。此為提起損害賠償之訴必須具備之要件。」由上開實務見解，可知一般民事侵權訴訟已認定以相當因果關係來認定交易因果關係要件是否存在。

至於相當因果關係，最高法院認

（文轉三版）

註釋

1 劉連煜，論證券交易法一般反詐欺條款之因果關係問題，收於「公司法理論與判決研究（一），第 211 頁，邱淑貞發行，1997 年再版。

2 in re Nationsmart Corp. Securities Litigation, 130 F.3d 309.321(8th Cir. 1997)，轉引自戴銘昇，證券詐欺之因果關係，華岡法粹，第 49 期，第 136 頁註 13、14，100 年 3 月。

3 Freeman v.Labenthol & Horwath, 915 F.2d 193,197 (6th Cir. 1990)，轉引自戴銘昇同註 2 文，第 137 頁註 16。

4 Centrual Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N, A.511 U.S. at 180. 轉引自戴銘昇同註 2 文，第 149 頁註 63。

5 Comment,Reliance under Rule 10b-5: Is the 'Reasonable Investor' Reasonable?. 72 Colum. L. Rev. 562, 578. (1972) 轉引自戴銘昇同註 2 文，第 149 頁註 64。

6 Id at 578-579. 轉引自戴銘昇同註 2 文，第 149 頁註 65。

7 臺灣高等法院 94 年度金上易字第 1 號民事判決（遠倉案）

8 Holdsworth v. Strong, 545 F. 2d at 694 (1st Cir. 1987)，轉引自戴銘昇同註 2 文，第 151 頁註 74。

9 Bancan Creremi,S.A. v. Alex Brown & Sons, Inc., 132 F.3d at 1028 (4th Cir.1997)，轉引自戴銘昇同註 2 文，第 151 頁註 75。

10 David K .Lutz,The Law and Economics of Securities Fraud: Section 29(A) and the Non-Reliance Clause,79 Chi-Kent L. Rev. 808-809 (2004).

11 Comment, supra note 5, at 565. 轉引自戴銘昇同註 2 文，第 153 頁註 84。

12 Id at 576，轉引自戴銘昇同註 2 文，第 154 頁註 95。

13 Burman v. Phoenix Worldwide Industries.Inc., 384 F. Supp. 2d 316, 329 (D.D.C 2005).

14 Kennedy v. Josephthal & Co., Inc., 814 F.2d 798, 805 (1st Cir. 1987).

15 最高法院 87 年度台上字第 154 號、90 年度台上字第 772 號、94 年度台上字第 940 號、96 年度台上字第 2032 號、98 年度台上字 673、1729、1921、1953 號民事判決。

16 Affiliated Ute Citizens v. United States (1972) (406 U.S.128).

17 林麗香，企業財報不實之損賠責任，第 447 頁，收於賴英

法源法
www.lawba
檢索全部法規、司法判解、行政函釋、裁判書、起訴書、論著
法
服務
TEL:02-2
JUDICIAL
司法
稿文院網站。
稿件一經刊登，酌送稿酬，並寄贈該期刊物。

法律網 ank.com.tw 一欄式檢索、各類資料進階檢索 原資訊 專線 509-3536 L WEEKLY 周刊 徵 高 格 事 本刊歡迎兼顧理論與實務、探討司法制度、法學新知的作品。文長宜在八千字以內，以利一次刊出。文後請加註，以利參考。本刊並歡迎，司法人、事及法院的故事。有關閱卷的，不須接受訪問者，請加注說明；刊出文章並將置司法

（文接二版）

為係指「依經驗法則，綜合行為當時所存在之一切事實，為客觀之事後審查，認為在一般情形上，有此環境，有此行為之同一條件，均發生同一之結果者，則該條件即為發生結果之相當條件，行為與結果即有相當之因果關係。反之，若在一般情形上，有此同一條件存在，而依客觀之審查，認為不必皆發生此結果者，則該條件與結果並不相當，不過為偶然之事實而已，其行為結果間即無相當因果關係。」[15]而在證券交易詐欺侵權行為訴訟，最高法院 99 年度台上字第 1350 號民事判決（順大裕案），認為交易因果關係是法律問題，此觀第一審法院認定原告「雖係在證券交易市場購入順大裕公司之股票，然其購買該股票既係出自於其當時法定代理人曾正仁操作股價之授意，難謂其損害係因誤信順大裕以不實財務報告所致」等語，最高法院認為一審判決「顯然過於低估證券詐欺事件之多元性與複雜性…… 顯有理由不備之違法等語」，是最高法院推翻一審判決關於交易因果關係之做法，應係將之定位為法律問題，而非事實問題。

肆 交易因果關係推定之類型一：隱匿類型之案件

按在集中交易市場中，每日參與買賣之人甚多，買賣雙方通常並無接觸洽商，係透過其經紀商在集中市場撮合成交，因此買方或賣方欲證明其因「信賴」他方甚至第三人之虛偽、詐欺行為而買入或賣出證券致造成「損失」，通常頗為困難。因此，交易因果關係是虛偽隱匿類型證券詐欺之必要要件，而舉證責任由誰負擔，視案件性質而做調整。美國法則發展出推定之兩種類型，即隱匿類型案件及詐欺市場類型案件。以下先介紹隱匿類型之案件。

一、美國法

隱匿類型案件之推定，以 Ute 案為代表[16]，其案件事實為：被告 Gale 及 Haslen 是銀行經理人，積極鼓勵非印第安人間進行 UDC 股份交易（猶特族人團體所發行之股票，每位族人分得 10 股記名股票，規定在發行滿 10 年前出售股份時，須優先售與族人，如無人承受始可出售非族人），使得 UDC 股票形成一個交易市場。被告二人不僅自己取得 UDC 之股份，並為混血族人出售股票予非印安族人，藉以賺取手續費（同時可使銀行之存款餘額提高）。被告可以從原告出賣行為中獲得經濟利益，且其所出售之股票，將以更高之價格在市場上流通，被告未將上開訊息告知賣出持股之混血族人。最高法院認為被告之行為不僅構成 Rule 10b-5 之隱匿行為，更構成另外兩款之詐欺行為。

Ute 案涉及未盡揭露義務之行為（即隱匿），聯邦最高法院認為，此時並無積極證明信賴要件存在之必要；只要被告所隱匿之事實係屬重大，一個有理性投資人，認為該訊息對其投資決定具有重要性即可。換言之，有此揭露義務存在，及隱匿重大事實之行為即符合（交易）因果關係之要件。Ute 案並未將隱匿類型 Rule 10b-5 案件之信賴要件刪除，它只是建立了一個推定原則，使原告有可能盡到他之舉證責任。因為很難或根本上不可能證明對未說出之事存在信賴。是信賴要件雖是交易因果關係之要件之一，惟在隱匿案件中，其重要性較低。換言之，Ute 如同 Basic 案（詳後述）中對市場詐欺推定一樣，只是舉證責任之轉換而已。惟應予注意者，Ute 案屬於面對面交易，且無活絡之市場，且當原告同時主張隱匿及虛偽陳述訴求時，該案原則就不能適用。

二、我國法

臺灣高等法院臺中分院 92 年度上易字第 471 號民事判決（大中鋼鐵案）採取和 Ute 案類似之見解：「因大中公司之財務報告，未揭露該公司負責人擅自挪用款項之事實，致使投資者無法從該財務報告之內容得悉公司之財務狀況、經營結果暨現金流量已有異常，致為投資之錯誤判斷，則上訴人主張被上訴人等之犯行，致其所得資訊錯誤，無從正確判斷風險而為善意買入股票，受有損害，合於證券市場交易情況，是於此情形下，應轉由被上訴人舉證證明，被上訴人之不實財務報告與投資人之損害無因果關係始可免責。」「本件被上訴人未能提出證據，證明上訴人投資大中公司股票，與大中公司公布之財務報告間無何關連，則上訴人主張其因被上訴人等之行為受有損害，應屬可採。是上訴人乃為被上訴人犯罪之直接被害人，應無庸疑。」

伍 交易因果關係推定之類型二：詐欺市場理論

一、美國法

眼見原則（eyeball test）明定於美國聯邦證券交易法（Securities Exchange Act）第 18（a）條，係對於定期揭露資訊不實之損害賠償責任成立，在交易因果關係認定上遵守之原則，亦即原告須舉證「親見」，並「信賴」（reliance）該不實資訊之事實。然而上開原則之舉證相當困難，是美國實務上對於流通市場不實資訊損害之救濟手段，幾乎不依證券交易法第 18（a）條為之，反依證券交易法第 10（b）條「禁止以州際通商手段違反聯邦證券交易管理委員會（Securities Exchange Commission, SEC）規則之購入與賣出，使用市場操縱或詐欺策略、手段」為之，並基於此一授權，SEC 制定規則 10b-5，即禁止：一、使用詐欺之策略或手段；二、重要事實之表示，或避免誤解之必要重要事實之省略；三、其他詐欺性行為、慣行或業務等。所以受害投資人反而依違反證券交易法第 10（b）條、規則 10b-5 之一般詐欺禁止規定，即對於重要資訊之不實表示隱匿請求損害賠償。

而依第 10（b）條、規則 10b-5 之訴權中，聯邦最高法院認「信賴」，雖為詐欺責任之成立要件，但其證明方式不限於一種，集中交易應有別於面對面買賣，而於 1988 年 Basic Inc. v. Levinson（485 U.S. 224）案中首先對公開市場採用「詐欺市場理論」（fraud on the market theory），認為信賴推定之必要性[17]。其理論之大要為：

（一）、所謂「信賴」之要件，通常為原告須證明被告之不法行為與原告之損失間具有因果關係。

（二）、在現代證券市場，原告無法如同傳統「面對面之交易」（face to face transactions）之情況下，舉證證明因信賴被告之不實資訊，而進行交易以致受損。但在一個有效率之資本市場（the efficient capital market），各項資訊散布於市場，一般均會影響證券價格，並反應在證券價格上，證券投資人信賴證券市場，以其市價買賣證券，實際上也承受各項資訊（含不實資訊）對特定證券價格影響。

（三）、投資人因信賴市場承受各項資訊（含不實資訊）對特定證券價格影響。

（四）、投資人因信賴市場價格之正直、健全性（integrity of the market price）而買入或賣出證券，雖個別投資人未取得特定不實資訊，但因信賴市場，依市價買賣，應推定其買賣與不實資訊間存有交易因果關係[18]；易言之，係用以推論出投資人得信賴證券市場之正直性，而以信賴「市場」取代信賴「該不實陳述」以減輕投資人舉證之負擔[19]；換言之，公司重要資訊反映於市場股價，投資人信賴市場形成價格，而依市場價格買賣證券，實際上亦承受公司資訊影響股價結果，所以公司發布重大不實資訊影響市價，可謂對整體市場詐騙，而投資人於該市場中依市價進行買賣，縱未閱得相關特定資訊，亦可推定對該不實資訊與價格之信賴存在，此投資人之買賣證券而受害，則與不實資訊間具因果關係[20]；但公司亦能推翻因果關係推定，免責方式包括（1）市場價格並未反應此一不實陳述；（2）真正資訊亦已流通，且已使不實陳述之影響消失；及（3）即使原告得知真正之資訊，仍然會買賣。被告如能證明上述三者之一，原告即欠缺信賴要件而無法勝訴。

「詐欺市場理論」之適用，不可否認乃以效率市場為前提，雖然聯邦法院少數法官對於效率市場之存在提出質疑，並反對保護未閱讀資訊之投資人。不過聯邦最高法院始終未能提出檢視效率市場之具體標準[21]。而經濟學上之「效率資本市場假設」（efficient capital market hypotheses, ECMH），係經濟學家 Eugene Fama 於 1970 年發表之開創性之實證研究中，進一步依公司股價反映資訊之類型，區分為[22]（一）弱勢效率說（weak form of efficiency），認為市場只能反映過去之歷史資訊；（二）半強勢效率說（semi-strong form of efficiency），認為市場有能力反映全部已公開之資訊（all other published information）；（三）強勢效率說（strong form of efficiency），認為市場能反映公開或未公開之資訊，所謂未公開之資訊，如內線消息即屬之。美國聯邦最高法院在 Basic 一案所指之效率市場，即指半強勢市場而言。

然而詐欺市場理論，卻促使美國證券交易法第 18（a）條之嚴格信賴要件「eyeball test」原則無以立足，而舉證責任之轉換，使原告立於有利地位，尤其以集團訴訟（class action）方式追訴財報不實責任愈趨於容易，而聯邦最高法院於 Basic 案中，僅 6 位大法官參與該案之決定，其中 2 位出席之大法官（White 及 O"Connor）有不同意見，其反對理由主要為：1. 依信賴之推定，股票之買受人及出賣人，不僅信賴市場價格，而且也信賴該價格之正直、健全性，此種推論似影射股票除市價外，具有特定之真正價值（true value）。2. 事實上，很多投資人，係認為該買或出售股票，如果投資人真正相信該股價反映股票之價值，則很多投資人不是不會買，就是不賣。3. 遭損失之投資人，不全然是詐欺受害者，亦即市場也有投機客存在之事實。因此，此種理論有其矛盾之處[23]。

（文轉四版）

註釋

照教授 6 秩誕辰紀念文集，元照出版社，2017 年 4 月。

18 485 U.S.247。

19 See 485 U.S. 247 at 241-242’ 244’ 246-247；劉連煜，新證券交易法實例研習，第 291 頁，2006 年。

20 In re Conbergent Technologies Securities Litigation, 948F. 2d 507, 512n2. (9th Cir.1991).

21 黑澤悅郎，證券取引法，第 116 頁，2011 年 5 月。

22 Eufene Fama,Efficient Capital Market: A Review of Theory and Emirical Work, 25 J. Fin. 383' 388 (1970).

23 轉引自劉連煜，財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法，第 11 期，第 58 頁註 11；劉連煜，同註 1 文，第 211、215 頁。

落實防疫

法官學院防範疫情 取消7月下旬至9月上旬部分班期

【本刊臺北訊】近期新型冠狀病毒疫情雖已穩定控制，但因仍須維持室內社交距離及座位安排採梅花座，以維護講座、研習人員之安全與健康。法官學院參酌中央流行疫情指揮中心發佈訊息、集會指引，企業及學校停班課規定以及其他教育訓練機關（構）作法，綜合考量教室、宿舍及餐廳可容納人數等因素，決定取消 7 月下旬至 9 月上旬共 17 班次（詳附表），未取消之課程則調降每班人數在 60 人以下，同時加強防疫措施，讓研習人員能安心研習。

法官學院除取消部分班期外，並調整上課教室、拉大座位距離、加強教室內之消毒工作，餐廳採用梅花座保持安全距離，亦落實個人衛生防護，確實執行人流管制及環境清潔等防疫措施。

法官學院表示，考量疫情發展無法預料，且下半年已排定之研習班數眾多，經整體考量後再取消 17 班次，並呼籲有發燒、咳嗽、呼吸急促等症狀者，立即就醫，勿至學院上課；若僅感冒未有發燒者，請於研習期間全程配戴口罩。另外有依規定須隔離、檢疫或自主管理者，建議勿至學院上課。

法官學院第 2 次取消上課班次

原訂開班日期	班次名稱
7/27-7/28	登記及提存業務研習會
7/28-7/30	日本環境訴訟專題
7/29-7/31	第 1 期司法院暨所屬人事人員專業研習
7/31-7/31	第 1 期人文藝術研習會（臺北場）
8/03-8/07	第 2 期法警專業訓練
8/07-8/07	第 2 期性別平權實作坊 — 嬰兒照顧一起來
8/11-8/14	第 2 期法警新思維研習會
8/12-8/14	第 3 期法院書記官、執達員在職研習會
8/12-8/14	第 2 期司法院暨所屬人事人員專業研習
8/19-8/21	一、二審庭長、審判長實務研習會
8/19-8/21	第 1 期大法官書記處所屬同仁在職研習
8/19-8/21	第 2 期大法官書記處所屬同仁在職研習
8/21-8/21	第 5 期個案研習會（憲法）
8/24-8/26	非訟業務研習會
8/27-8/28	公證人辦理不動產公證業務研習會
9/03-9/03	法院與媒體互動研習班
9/04-9/04	國會運作實務研習班

法　訊

最高法院函送刊登司法院公報之 108 年度台上大字第 3563 號、第 3594 號，109 年度台上字第 421 號、第 1309 號、第 1676 號，109 年度台非字第 22 號、第 41 號，108 年度台抗字第 1505 號、109 年度台抗字第 426 號刑事裁判，已上司法院網站。



臺　中　宮　原　眼　科

水彩／何佳純（臺中地院法警）

宜蘭、嘉義地院啟用電子拍賣公告

【本刊宜蘭、嘉義訊】為提供民眾即時拍賣資訊，並提升強制執行效能，貫徹拍賣資訊即時、公正、公開、透明化司法政策，及落實無紙化環保理念，宜蘭、嘉義地院日前陸續啟用民事執行處拍賣資訊電子公告欄，提供不動產拍賣、動產拍賣、停止拍賣及相關應買訊息，以輪播方式顯示各筆公告案號、拍賣日期、股別、拍賣次數、底價及是否點交等拍賣資訊摘要；每筆公告另附 QR-Code 碼，以便利民眾掃描下載完整內容，即時掌握拍賣公告資訊，更加貼近民眾便利性的需求。除電子公告欄外，民眾也可以手機或桌上型電腦至 2 地院網站之「法拍屋公告」查詢，便利又省時。

臺東地院訪視受安置少年並研討個案

【本刊臺東訊】臺東地院日前由劉長宜院長率康文毅庭長及法官、調查保護室同仁 , 前往臺東市海山扶兒家園、善牧德蕾之家，臺東縣卑南鄉阿尼色弗，屏東市衛福部南區老人之家附設少教所，花蓮市芥菜種會少年之家，花蓮縣光復鄉信望愛少年學園、花蓮縣秀林鄉凱歌園少年學園及高雄市慈暉關懷學園等 8 所安置機構，訪視少年並舉辦個案研討會議。

於各安置機構之研討會議中，除與機構共同協商、調整輔導計畫外，法官並針對機構所提相關法規及程序疑義予以解說，且對少年事件處理法修正後關於安置輔導業務因應方式進行詳細說明，以期落實個別化處遇原則。劉院長等人對表現良好少年給予肯定及勉勵外，並安排少年保護官與少年單獨會談，關懷少年生活及感受，期能增進安置輔導之成效。

【又訊】為提升少年保護效能，臺東地院另於花蓮縣南平中學召開會議，與該校人員討論本年 6 月 19 日少年事件處理法第 42 條第 1 項第 3 款，有關將少年「交付安置於適當之福利、教養機構、醫療機構、執行過渡性教育措施或其他適當措施之處所輔導」規定施行後之辦理方式。會中對往後個案的轉介、開案評估、處分時間之計算及其他執行中法院可能的處分，如勸導書或留置觀察抑或撤銷處分等，均達成初步共識。同時期待新法施行後，針對少年個別的問題行為，可藉多元的處遇方式，給予更為有效的輔導。

（文接三版）

二、我國法

按我國證券交易法第 20 條第 2 項資訊不實之禁止，學者多認係源自美國證券交易法第 10（b）條及 Rule 10b-5[24]（雖然立法理由不可考），亦有認係來自美國證券交易法第 18（a）條之立法例，應遵守第 18（a）條所定之「eyeball test」原則，以真正信賴（actual reliance）為據[25]。然如前所述，美國訴訟實務上，於證券交易法第 18（a）條適用與規則 10b-5 競合時，仍依規則 10b-5 追究責任，而適用詐欺市場理論。所以我國對於資訊不實之責任訴追，似無堅持美國「eyeball test」原則之必要。

又證券交易法第 20 條責任性質迄今仍存有爭議，通說支持侵權行為責任[26]。惟我國市場是否屬於有效率之市場，實證研究並未獲明確結論[27]，學者因認我國證券市場，以自然人投資人（即俗稱散戶）為主，且投機客較投資客為多，對於證券發行人公布之資訊，較少注意，反倒是市場之流言往往起相當之作用，而證券交易法第 20 條之 1 之財報不實民事責任，立法理由明示係參考美國證券交易法第 18 條等語，然「信賴要件」係該國 18 條所明定之要件，我國並未將之移植，是解釋該法第 20 條之 1 時，自無再陷入是否適用「詐欺市場理論」之爭議，因此美國法院所採詐欺市場理論，是否適用於我國，殊值懷疑[28][29]。惟學者有認，以我國發展來看，近年來外資投入不少，證券分析制度之建立及資訊日益公開透明，適用詐欺市場理論應無不可[30]。實務亦肯認我國證券市場為效率市場[31]，甚至認為證券交易法第 20 條，既係參考美國法制而制定，美國法制既採該理論，我國自無持相反看法理由[32]。

因此在適用「詐欺市場理論」時，學者建議判斷之標準，不應放在「效率市場假設」上[33]，而應將關鍵放在「不實資訊是否扭曲該股票價格」之問題上；亦有認為，如視 ECMH 為交易因果關係推定之要件，則心想「擊敗大盤」（beat the market）之投資人，即無法得到上述有利之推定，而購買小公司或新上市公司之股票投資人，也可能無法受到保護，這樣結果顯然有悖於反詐欺條款之立法目的，因而 Langevoort 教授認為 Basic 案對於 ECMH 之相關討論，只是「聊備一格」，並無太大意義。因此，對「詐欺市場理論」之正確意涵，應是「只要投資人信賴證券市場之股票價格，不應受詐欺行為之扭曲」，則交易因果關係即應受推定，至於該股票交易之市場效率多高，並非重點所在[34]。上述觀點，應值贊同，以避免法院對效率市場認定之困難與不一致。從而，綜合美國法上「詐欺市場理論」之發展背景、學者論述與我國證券市場實況，在我國證券法制建構上，放棄以 ECMH 作為交易因果關係推定之要件，應屬可採。而其具體標準，應認原告除了必須具體指明「財務報告內容不實」外，尚須提供「不實資訊受到更正時，股價確實產生變化」之資訊，以證明原告當初交易所憑之股價確實受到扭曲[35]。

（下期待續）

（作者為臺中地院法官兼庭長）

註釋

24 余雪明，證券交易法，第 619 頁，證基會，2003 年 4 月 4 版。

25 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任 - 以主觀要件與信賴為核心，台大法學論叢，33 卷 5 期，第 61、78 頁，2014 年 9 月。

26 1988 年修正理由明列屬於侵權行為性質；學者劉連煜，證券詐欺與因果關係，月旦法學雜誌，78 期，第 22 頁，2001 年 11 月；邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定 - 評高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學雜誌，79 期，第 51 頁註 12，2006 年 2 月；曾宛如，同註 25 文，採法定責任說，第 61 頁。

27 廖大穎，財報不實與會計師賠償投資人損害的因果 - 觀察臺灣高等法院 102 年度金上字第 2 號民事判決詐欺市場理論之看法，裁判時報，第 56 期，第 49 頁，2017 年 2 月。

28 陳峰富，上市上櫃公司董事對於財務預測之法律責任，律師雜誌，305 期，第 50 頁以下，2005 年 2 月。曾宛如，證券交易法原理，元照出版社，第 238 頁以下，2005 年 3 月。邵慶平，同註 26 文，第 56 頁。莊永丞，論證券交易法第 20 條證人詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學，第 8 期，第 181 頁，2002 年 9 月。張心悌，證人詐欺之因果關係與損害賠償 - 板橋地方法院 96 年度金字第 2 號民事判決評析，台灣本土法學，第 101 期，第 254 頁，2007 年 12 月。

29 廖大穎同註 27 文，第 54 頁。

30 曾宛如，同註 25 文，第 87 頁。

31 臺灣高等法院 93 年度重訴字第 50 號民事判決（台肥案）；新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決（京元電子案）。

32 臺中地方法院 91 年度訴字第 1769 號民事判決。

33 E. g. Jonathan Mancey, Geoffrey Miller, Mark Mittchell & Jeffrey Netter, Lessons from Financial Economics; Materiality, Reliance and Exeending the Reach of Basic v. Lebinson, 77Va. L. Rev. 1017, 1018 (1991).

34 Donald C. Langevoot, Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, 140U.Pa. L. Rev. 851, 895-901.

35 邵慶平，同註 26 文，第 58 頁。